

CALIFICACIÓN:

Segunda Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	Abril 2020

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
Calificación inicial	AAA	CLASS
jun-19	AAA	CLASS
oct-19	AAA	CLASS
abr-20	AAA	CLASS

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para a la Segunda Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A. en comité No.324-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de octubre de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha agosto de 2020. (Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.SA.2019.0002248, emitida el 19 de marzo de 2019 por un monto de hasta USD 20.000.000,00).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía. El sector comercial afrontó un crecimiento sostenido durante la última década, impulsado por el aumento de la inversión y el consumo privado, que presenta oportunidades de desarrollo dadas las nuevas tecnologías y canales de comercialización. Actualmente, dada la situación socioeconómica a nivel nacional, el sector comercial depende en gran medida del desarrollo de canales alternativos de comercialización. INMOBILIARIA LAVIE S.A. es el referente dentro del segmento de centros y locales comerciales a nivel nacional, además de ser parte de uno de los grupos empresariales más grandes del país.
- INMOBILIARIA LAVIE S.A. es una compañía con 38 años de experiencia dentro del sector inmobiliario, perteneciente a uno de los grupos empresariales más importantes del Ecuador con participación a nivel nacional a través de sus diferentes líneas de negocio. La empresa desde su fundación ha formado parte del desarrollo del Grupo El Rosado, a través de un excelente manejo gerencial que le ha permitido establecerse como un pilar fundamental para el crecimiento del holding empresarial que abarca las marcas más importantes dentro del sector detallista, entre otros.
- En el contexto de la emergencia actual, INMOBILIARIA LAVIE S.A. mantiene activas sus operaciones llevándose a cabo con relativa normalidad, en cumplimiento con normas de seguridad y limpieza tanto para el personal como para las instalaciones. Dentro de sus principales arrendatarios en centros comerciales y locales, supermercados, mantuvieron sus operaciones con normalidad, mientras que dentro de otros segmentos empezaron a reactivarse, a partir del levantamiento de algunas restricciones de movilidad implementadas por el COE nacional. Durante el estado de emergencia la compañía inauguró un Comisariato al norte de la ciudad de Guayaquil y la ampliación del Gran Riocentro Ceibos.
- La compañía ha cumplido con las obligaciones puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas. Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de INMOBILIARIA LAVIE S.A. provienen de arriendo de locales comerciales en los diferentes centros comerciales administrados por Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA propiedad de Grupo El Rosado. La compañía presentó altos niveles de ventas durante el periodo analizado (2017 – 2019) con variaciones marginales crecientes. El comparativo interanual a agosto de 2020, debido a que las actividades económicas a nivel nacional se vieron restringidas por la emergencia sanitaria la empresa demuestra una baja dentro de sus ingresos, sin embargo, con pronóstico positivo alcanzando niveles de ingreso superiores a los del 2019 en función del retorno paulatino de las operaciones en los centros comerciales cumpliendo con las normas sanitarias vigentes, adicionalmente de la apertura y ampliación de centros y locales comerciales para el último trimestre del 2020. La compañía mantuvo una constante optimización de gastos operativos, tanto por la dinámica de precios de mercado, como por una adecuada gestión de costos y gastos operativos.

La compañía presentó un incremento paulatino en el monto de activos gracias a su principal rubro las propiedades de inversión, donde se agrupan los diversos bienes inmuebles de la compañía, así como las obras en curso. Sus niveles de rentabilidad fueron incrementales y la deuda neta se mantuvo dentro de niveles controlados. El rendimiento sobre el patrimonio fue satisfactorio y los niveles de apalancamiento que superan la unidad para el 2019 han presentado una estabilidad en el periodo de estudio.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
	Actual	Actual	Actual	Project	Project	Project	Project	Project	Project	Project	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	18.826	18.909	20.468	16.160	16.968	17.816	18.707	19.643	21.607	22.687	13.016	10.777
Utilidad operativa	4.028	4.125	5.645	4.202	4.921	5.167	5.425	5.696	6.266	6.579	3.233	2.230
Utilidad neta	663	3.231	3.593	1.129	1.534	2.426	2.834	2.573	2.954	3.412	2.699	1.586
EBITDA	10.195	10.327	11.874	10.430	11.149	11.395	11.654	11.925	12.494	12.808	7.058	6.030
Deuda Neta	21.210	26.568	45.252	36.762	34.312	33.153	35.139	38.139	36.386	38.347	41.236	36.370
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	(3.546)	13.264	13.459	5.842	8.118	9.246	9.543	9.203	10.095	9.979	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	(1.593)	(4.387)	(12.221)	(9.696)	(9.774)	(10.262)	(10.775)	(11.314)	(12.446)	(13.068)	(11.199)	(11.985)
Servicio de Deuda (SD)	-	21.060	17.979	20.136	23.822	19.432	18.505	9.212	20.842	24.481	-	16.506
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	0,49	0,66	0,52	0,47	0,59	0,63	1,29	0,60	0,52	-	0,37
Capital de Trabajo	13.682	(1.765)	(13.217)	(24.712)	(23.331)	(22.157)	(10.467)	(19.529)	(24.799)	(19.965)	(8.315)	(29.482)
ROE	0,54%	2,56%	2,81%	0,89%	1,20%	1,88%	2,19%	1,99%	2,27%	2,60%	3,18%	1,86%
Apalancamiento	0,36	0,36	0,72	0,81	0,79	0,77	0,77	0,77	0,75	0,75	0,60	0,83
Z de Altman Comercio y Servicios	3,750	3,153	1,372	0,835	0,928	0,996	1,350	1,096	0,987	1,151	1,597	0,509

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las premisas de la proyección de la situación financiera de INMOBILIARIA LAVIE S.A. para el periodo 2020 - 2026 se basan en los resultados reales de la compañía y en un escenario conservador para el futuro. En este caso, igual que en todas las empresas ecuatorianas (y mundiales) la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. Sin embargo, el sector en el que INMOBILIARIA LAVIE S.A. se desenvuelve y el buen manejo y prestigio de la empresa han contribuido a que la compañía mantenga sus operaciones con relativa normalidad. Sin embargo, en un escenario conservador, para 2020 se proyecta una disminución de sus ingresos respecto de 2019 (21%) revertiendo la situación en los años siguientes con crecimientos continuos del 5%. En lo que respecta al de gastos operativos, se proyecta una participación sobre ventas del 75% y 72% para los años siguientes de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el mercado de valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

En el escenario descrito, la compañía presenta niveles de ingreso incrementales a partir del 2021, buenos resultados con un retorno sobre el patrimonio favorable en la proyección y con niveles de deuda neta que se estima bajarán progresivamente en el futuro. La proyección arroja como resultado excelentes indicadores financieros, con un capital de trabajo negativo coherente con el propio giro de negocio, pero que no afecta a la liquidez de la compañía, un apalancamiento inferior a 1 y una disponibilidad de fondos más que suficiente para cubrir sus obligaciones y financiar el desarrollo de nuevos establecimientos o locales comerciales.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado las fortalezas ya señaladas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración. Si bien las operaciones se han reducido debido a las medidas gubernamentales de circulación de personas en horarios restringidos, la Compañía ha continuado su atención a clientes en los distintos puntos de venta debido a que comercializa productos de primera necesidad para el consumo de la población que forman parte de la canasta básica; por lo cual, las líneas de distribución han operado de manera regular.

En lo que respecta a los segmentos distintos a supermercado, podría existir cierta disminución de ingresos. No obstante, considerando que parte de estos segmentos son cíclicos, la expectativa de la Administración es que, luego de la emergencia sanitaria, los niveles de consumo lleguen a niveles deseados.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Salida de uno o más locales ancla del centro comercial, lo que conllevaría la disminución en la afluencia de clientes, con la consecuente disminución de ventas para los demás locales. La empresa mitiga este riesgo a través de contratos a largo plazo firmados por los locales.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, para proteger la información, así como mediante aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son propiedad, planta y equipo libres de gravamen. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos con la empresa Ecuatoriano Suiza S.A. y Seguros Unión S.A. por un valor asegurado por alrededor de USD 223 millones.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene INMOBILIARIA LAVIE S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 12,16 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 8,56% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 5,19% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo del proceso de Emisión de Obligaciones no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas

o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, sin embargo esta relación es netamente comercial por el propio giro de negocio. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas lo que mitiga este riesgo.

INSTRUMENTO

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Monto Emisión	USD 20.000.000,00				
Características	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	20.000.000	2.520 días	8,00%	Trimestral (A partir de los 720 días)	Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Destino de los recursos	En un 85% capital de trabajo, específicamente para pago a proveedores y costos operativos y administrativos de la empresa y 15 % para restructuración de pasivos con costo, y un 39% para				
Estructurador financiero y agente colocador	SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representante de obligacionistas	Estudio Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,50, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. ■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros. 				
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ El emisor mientras esté vigente la presente emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía. 				

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: Silvercross S.A. Cada de Valores SCCV.; **Elaboración:** GlobalRatings

Al momento del análisis se evidenció el cumplimiento de los resguardos y del límite de endeudamiento.

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones INMOBILIARIA LAVIE S.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente durante 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, y se espera una recuperación más lenta de la prevista inicialmente debido a las medidas persistentes de distanciamiento social, a cuarentenas más prolongadas en ciertas economías, y al fuerte golpe a la actividad productiva. Consecuentemente, el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento de la economía mundial en 1,9 puntos porcentuales¹ con respecto a las previsiones presentadas en abril². Se espera, con un elevado grado de incertidumbre, una recuperación a partir de 2021.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
		Real			Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,87%	3,60%	2,90%	-4,90%	5,40%
Economías avanzadas	FMI	2,51%	2,20%	1,70%	-8,00%	4,80%
Economías emergentes	FMI	4,83%	4,50%	3,70%	-3,00%	5,90%
América Latina	FMI	1,30%	1,10%	0,10%	-9,40%	3,70%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-10,90%	6,30%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	Banco Central del Ecuador	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	Banco Central del Ecuador	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	Banco Central del Ecuador	70.956	71.871	71.909	66.057	

*Las estimaciones del Banco Central del Ecuador contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

Tabla 3: Evolución y proyecciones de crecimiento.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** Global Ratings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020¹, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo³. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre, y se verá golpeado por el impacto significativo del virus sobre los sistemas de salud de la región, la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities⁴. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva⁵. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento⁶. Los datos del primer trimestre de 2020 reflejan una caída -2,4% en el PIB nacional, señal de que la economía presentaba problemas relacionados con el deterioro en los niveles de inversión, incluso antes de la llegada de la pandemia⁴.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento adoptadas. Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y Perú (-13,9%).

¹ Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

² Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

³ Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

⁴ Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 111*.

⁵ Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador*.

⁶ El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril⁷. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de agosto de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.

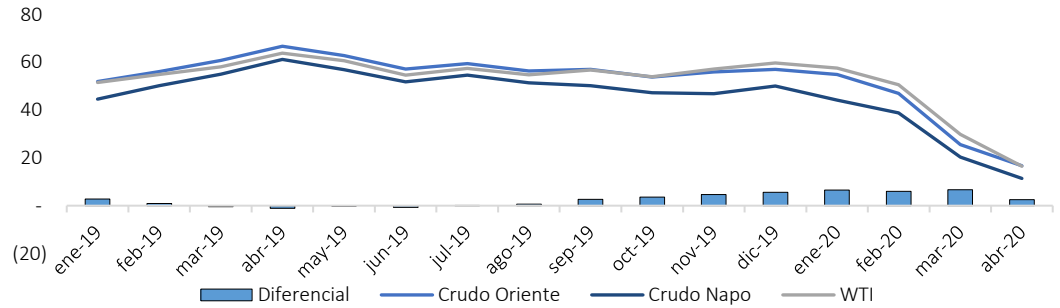


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para abril de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano se redujo en 36,42% con respecto al mes de marzo⁸. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente a partir de agosto de 2019, pero se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales⁸. La recuperación de los precios es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril⁹.

Las exportaciones petroleras entre enero y abril de 2020 cayeron en 44,7% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional¹⁰, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio por medidas preventivas. Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones¹¹.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente¹², que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real¹³) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementó el monto del déficit fiscal.

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a agosto de 2020 se contrajo debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a la renta. La paralización económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, definida por la duración

⁷ BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

⁸ Banco Central del Ecuador. (2020, mayo). *Información Estadística Mensual No. 2019– Agosto 2020.*

⁹ El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica>

¹⁰ El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹¹ Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

¹² El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>

¹³ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.*

de las medidas restrictivas y su efecto sobre la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos¹⁴. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit de más de USD 13.000 millones al término de este año¹⁵.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para agosto de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.237 millones, y se concentró en acreedores externos.

En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI por USD 4.200 millones, para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB. Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. Con fecha 29 de abril de 2020, se canceló el acuerdo de Servicio Ampliado de Fondos (Extended Fund Facility) con el FMI, y se solicitaron recursos bajo la modalidad de Instrumento de Financiamiento Rápido (Rapid Financing Instrument). Actualmente, el país está negociando un nuevo programa de financiamiento con el FMI con base en un plan económico. Durante la última semana de marzo, el Ministerio de Finanzas pagó USD 326 millones de deuda externa con el fin de conseguir acuerdos con acreedores internacionales para aplazar el pago de USD 811 millones de intereses hasta agosto de 2020¹⁶. En julio de 2020 se llegó a un acuerdo tentativo con los tenedores de bonos, con el que se pretende reducir el stock de deuda en USD 1.500 millones, incrementar en 10 años el plazo con 5 años de gracia para el pago de capital, y disminuir la tasa de 9,3% a 5,2%. Asimismo, se gestionaron recursos de organismos multilaterales para afrontar la emergencia, que hasta junio de 2020 totalizaron cerca de USD 1.805 millones. Con el objetivo de recortar el gasto, en agosto de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - agosto 2020	5.561,87	-15,95%
Deuda pública (millones USD)	agosto 2020	58.418,30	4,85%
Deuda pública (% PIB)	agosto 2020	60,53%	9,48%
Deuda interna (millones USD)*	agosto 2020	16.853,38	1,30%
Deuda externa (millones USD)	agosto 2020	41.564,92	6,36%

Tabla 4: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.

Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria¹⁷. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 3.279 puntos, cifra que representa un incremento de 2.452 puntos en el transcurso de 2020. Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 29.000 puntos.

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el último mes, de CCC el 20

¹⁴ El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos.*

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

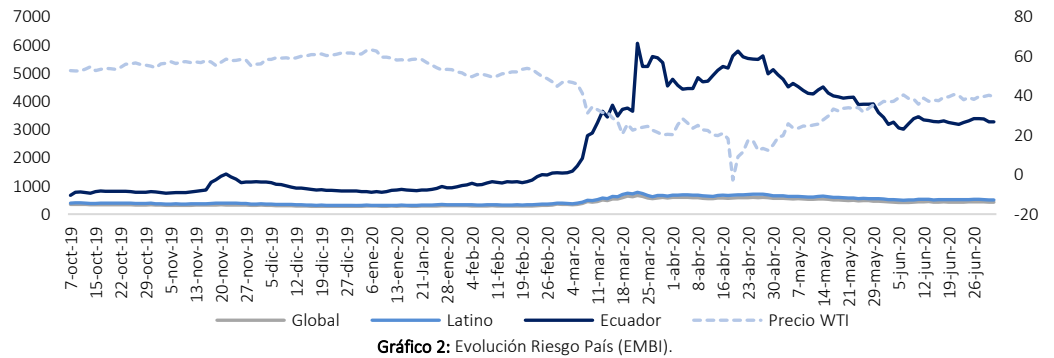
¹⁵ El Tiempo. (2020, mayo). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009.* <https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009>

¹⁶ El Comercio. (2020, abril). *Ministro de Finanzas aclaró que Ecuador no fue el único país en pagar la deuda externa en medio de la pandemia.*

https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs_s

¹⁷ El Comercio. (2020, marzo). *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

de marzo, a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente¹⁸.



Fuente: JPMorgan – BCRD; Elaboración: Global Ratings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el primer trimestre de 2020 se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, con una disminución marginal de 3,39%. El 42,1% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras (27% para el primer trimestre de 2020), mientras que los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,4%, 10,4%, 10,5% y 9,8% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018¹⁹.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I
Monto (millones USD)	756,14	624,56	1.455,97	937,62	202,50
% del PIB	1%	1%	1%	1%	1%

Tabla 5: Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Mundial del Trabajo prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioran el capital empresarial. La informalidad en América Latina y el Caribe es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza³.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%

Tabla 6: Indicadores laborales Ecuador.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); Elaboración: GlobalRatings

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro al cierre de 2019, con un incremento en el nivel de desempleo, una disminución en la tasa de empleo adecuado, un mayor porcentaje de subempleo y empleo no remunerado, y una tasa estable de empleo no pleno²⁰. Estos últimos grupos corresponden a los trabajadores informales, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y agosto de 2020, las solicitudes del beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad

¹⁸ Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020>

¹⁹ Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71.*

²⁰ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo.*

Social incrementaron en 18,3% frente al mismo periodo de 2019 y hasta junio de 2020 más de 245.000 personas fueron desvinculadas de la seguridad social²¹. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la informalidad.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo¹. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021², impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	0,00%	-0,26%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,37%	0,75%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,19%	1,01%

Tabla 7: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.

Fuente: INEC; Elaboración: GlobalRatings

El incremento en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 refleja el deterioro en el empleo adecuado, que resulta en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud²². La reactivación económica gradual en ciertos lugares del país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de mayo. El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021². Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021²³.

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina²³. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. Los efectos de la crisis y de las políticas monetarias expansivas también se evidencian en la volatilidad de las monedas, con una depreciación de aquellas pertenecientes a economías emergentes, y una apreciación real del dólar estadounidense, el yen y el euro²³.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	abril 2020	26.667	1,32%	7,17%
Especies monetarias en circulación	abril 2020	17.800	3,87%	12,69%
Depósitos a la vista	abril 2020	8.787	-3,48%	-2,45%
Liquidez total (M2)	abril 2020	58.415	0,90%	8,15%
Captaciones a plazo del sistema financiero	abril 2020	31.749	0,54%	9,00%
Colocaciones del sistema financiero	abril 2020	44.365	-0,85%	7,95%
Reservas internacionales	agosto 2020	3.402	18,93%	-16,69%
Reservas bancarias	agosto 2020	5.634	4,77%	20,98%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	julio 2020	9,12%	0,02%	0,86%
Tasa pasiva referencial	julio 2020	6,24%	0,26%	0,31%
Diferencial de tasas de interés	julio 2020	2,88%	-0,24%	0,55%

Tabla 8: Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantiene sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en el mes de marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, para

²¹ Primicias. (2020, junio). *Crece la presión: IESS busca fondos para pagar el seguro de desempleo*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ieess-posible-presion-financiera-seguro-desempleo/>

²² Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, mayo). *Índice de Precios al Consumidor, Agosto 2020*.

²³ Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez y un cambio en la estructura que demuestra una mayor preferencia hacia la liquidez inmediata.

Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente durante el último año, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo disminuyeron en 1,51% entre los meses de marzo y abril, mientras que los depósitos de ahorro incrementaron en 4,12%, evidenciando una mayor preferencia por liquidez, lo que impulsó al alza la tasa pasiva referencial a partir del mes de abril, con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero nacional se redujeron a partir del mes de marzo. El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en agosto de 2020 cubrió en 59,54% a los pasivos monetarios de la entidad y en 60,38% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central⁸.

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Solamente en el mes de abril, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 75% del total, se redujeron en 9% con respecto a abril de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros productos. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales también disminuyeron el nivel de importaciones durante el periodo de confinamiento, por lo cual se registró un superávit comercial hasta abril de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-ABR 2019	ENE-ABR 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	7.234	6.423
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	2.872	1.587
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	4.362	4.835
Importaciones	19.033	22.106	21.509	7.191	5.820
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	1.426	1.099
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	5.765	4.721
Balanza comercial	59	-478	820	43	603
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	1.446	488
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-1.403	115

Tabla 9: Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de

crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

SECTOR COMERCIAL

El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía, y su desarrollo ha estado marcado por los avances tecnológicos, que han simplificado las operaciones de negocio y modificado la interacción con los consumidores. Sin embargo, la tecnología no ha podido reemplazar a los mecanismos de comercio tradicionales, que influyen en la lealtad del consumidor y la participación de mercado, lo cual genera oportunidades diversas para el sector. La venta al por mayor y menor constituye la etapa final de la distribución de productos intercambiados o mercancías, y, por lo tanto, mantiene una relación directa con el proceso productivo a nivel de todas las industrias. Dada la condición actual en el Ecuador, marcada principalmente por las restricciones de movilidad, la reactivación gradual de las diversas actividades económicas, y el comportamiento de consumo a nivel nacional, el comercio electrónico ha ganado participación y se ha convertido en una importante oportunidad de crecimiento.

A partir de la dolarización en el Ecuador, el sector comercial mantuvo un crecimiento sostenido y alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3,43% entre 2001 y 2008. En el año 2008, el aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial que alcanzó un crecimiento máximo de 10,76%. Tras mantener un crecimiento ininterrumpido entre 2010 y 2014, para 2015 el comercio se contrajo principalmente debido a la imposición de las salvaguardias, y a la estrecha relación del sector con los productos importados. Esta retracción se extendió hasta 2016²⁴.

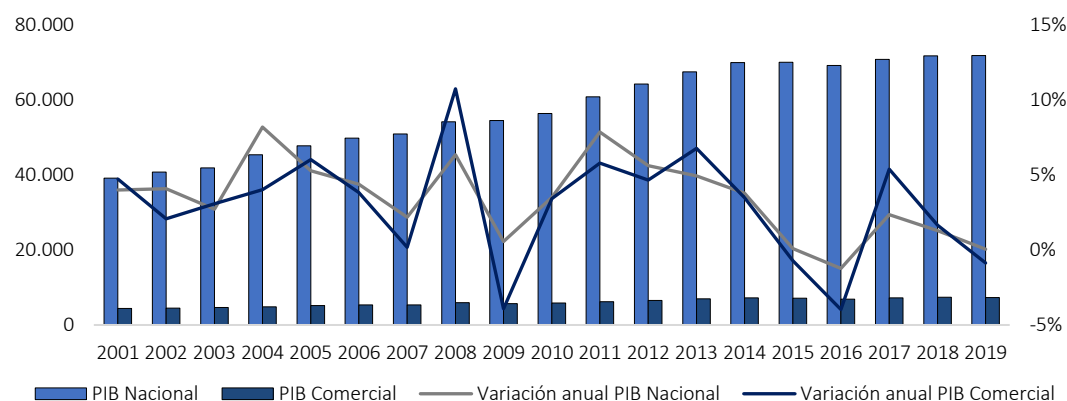


Gráfico 3: Crecimiento anual del PIB real.

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings.

A partir de 2017 el sector presentó un comportamiento creciente que se mantuvo hasta 2018, en función de la recuperación económica y la mejora en la capacidad adquisitiva de la población. El crecimiento del sector comercial durante 2017 y 2018 fue superior al de la economía nacional. No obstante, para 2019, el PIB del sector se redujo en 0,17% con respecto al año anterior, totalizando USD 10.146 millones (USD 7.309 en términos constantes). Esta evolución está relacionada con la desaceleración de la actividad económica de varios sectores, ya que su estructura es el resultado de la suma de los márgenes comerciales²⁵.

Durante el primer trimestre de 2020 el PIB del sector comercial decreció en 0,51% con respecto al mismo periodo de 2019. El comercio se vio gravemente afectado por la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19. Las pérdidas en el sector comercial sobrepasaron los USD 350 millones en la primera semana de inactividad y se estima que llegaron a USD 884 millones al cierre del mes de marzo. Aproximadamente el 70% de las operaciones productivas fueron paralizadas. La mayoría de los pedidos de exportación y las órdenes de compra fueron canceladas, lo cual impactó en gran medida en la cadena de suministros involucrada en el sector de exportaciones²⁶, que presentó problemas de iliquidez, debido al incumplimiento de los pagos, especialmente aquellos provenientes de Asia. Según estimaciones del Banco Central del Ecuador, el VAB del sector comercial se contrajo en 5,8% entre los meses de marzo y mayo de 2020 como consecuencia de la

²⁴ Banco Central del Ecuador. (2020, junio). Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador – Boletín No. 111, 2000.I – 2020.I.

²⁵ BCE Boletín Enero 2020. <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1339-la-econom%C3%ADa-ecuatoriana-decreci%C3%B3-01-en-el-tercer-trimestre-de-2019>

²⁶ RUEDA DE PRENSA (MAR 24, 2020). IVÁN ONTANEDA, MINISTRO DE PRODUCCIÓN, COMERCIO EXTERIOR, INVERSIONES Y PESCA.

pandemia²⁷. En general, durante el segundo semestre de 2020 el VAB del sector comercial se contrajo en 9,8% con respecto al mismo periodo de 2019.

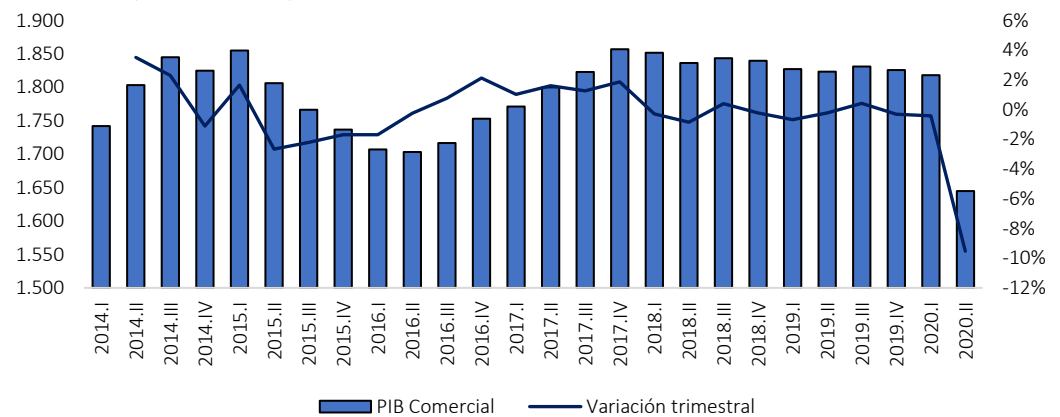


Gráfico 4: Evolución trimestral del PIB real (USD millones).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

Si bien los niveles de ventas a nivel nacional arrancaron bien el año 2019, a partir de junio de 2019 se registró una caída, principalmente relacionada con la comercialización de artículos electrónicos, electrodomésticos, ropa, zapatos, accesorios, entre otros. Se estima que, durante el mes de octubre de 2019, las ventas de distintos sectores cayeron en aproximadamente 36%, producto del paro nacional que restringió el comercio en el país. Actualmente, la situación del sector comercial es compleja debido a las restricciones en la movilidad impuestas por la emergencia sanitaria y su consecuente efecto sobre las empresas del sector. Entre marzo y junio de 2020, las pérdidas en el sector comercial superaron los USD 8.700 millones, y entre enero y junio de 2020 las ventas del sector comercial cayeron en 22% frente al mismo periodo de 2019. No obstante, se evidenció un crecimiento significativo en las ventas a través de herramientas de comercio electrónico como aplicaciones móviles y páginas web, con un alza de 253%. El 21 de abril, el Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca permitió la reapertura de ciertas categorías de negocios a través de atención online y con entrega a domicilio²⁸. Esto permitió compensar parcialmente la caída en las ventas del sector, generando ingresos por aproximadamente USD 400 millones²⁹. Adicionalmente, se han desarrollado diversas iniciativas de comercio electrónico a nivel nacional, incluidas plataformas y descuentos, con el objetivo de permitir la reactivación de los comercios y satisfacer la demanda de clientes para adquirir productos en línea. Adicionalmente, el cambio de semáforo en las distintas provincias del país permitió a los negocios emplear estrategias para atraer clientes y dinamizar las ventas. Si bien se prevé un incremento en las ventas del sector durante los últimos dos meses del año, debido a la dinamización de la demanda por Black Friday y Navidad, se estima que la recuperación del sector tomará más de un año.

Lo anterior se evidencia en el **Índice de Nivel de Actividad Registrada** de las actividades de comercio al por mayor y al por menor, que alcanzó los 99,98 puntos en agosto de 2020, cifra que representa una recuperación de 3,29% con respecto a julio de 2020. No obstante, este indicador se encontró 3,34% por debajo del registrado en agosto de 2019, evidenciando que la actividad del sector todavía no alcanza los niveles registrados el año anterior.

²⁷ Banco Central del Ecuador. (2020, agosto). *Evaluación del impacto macroeconómico del Covid19 en la economía ecuatoriana*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1373-evaluacion-del-impacto-macroeconomico-del-covid19-en-la-economia-ecuatoriana>

²⁸ El Universo. (2020, abril). *Una parte del comercio se incluye en primera etapa de reapertura*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/21/nota/7819773/parte-comercio-se-incluye-primera-etapa-reapertura>

²⁹ El Comercio. (2020, junio). *Pérdidas por covid-19 en Ecuador llegaron a USD 14.101 millones en mayo*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/perdidas-covid19-ecuador-economia-negocios.html>

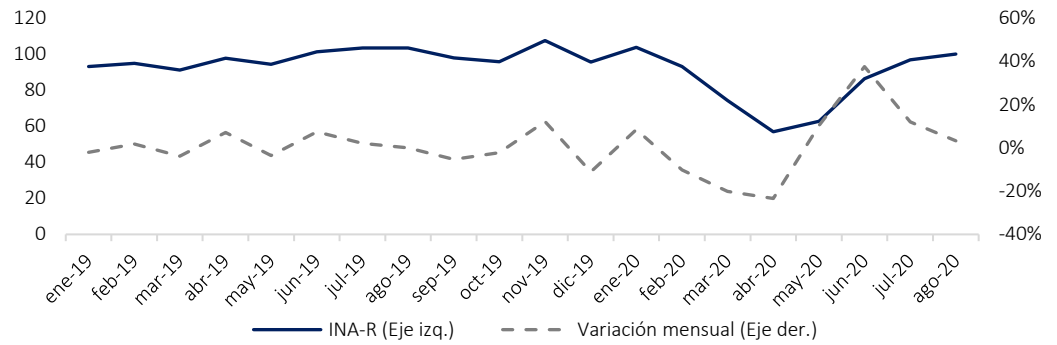


Gráfico 5: INA-R del sector Comercio al por mayor y menor
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings.

En cuanto al mercado laboral, para diciembre de 2019, el 17,93% de la población empleada del país se ocupó en el sector comercial³⁰. Esto lo consolidó como el segundo sector con mayor generación de empleo en el país, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Si bien han existido nuevas contrataciones en el sector durante el periodo de cuarentena, impulsadas principalmente por el comercio electrónico, las estimaciones del Banco Central del Ecuador sugieren una pérdida de 105.500 empleos en el sector comercial entre marzo y mayo de 2020²⁷. Las estimaciones de la Cámara de Comercio de Quito son menos alentadoras, con una previsión de pérdida de más de 200.000 empleos plenos en el sector comercial durante el periodo de confinamiento³¹.

El **Índice de Puestos de Trabajo**, que mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las actividades relacionadas con el comercio al por mayor y menor, se ubicó en 77,58 puntos en agosto de 2020³². La implementación de nuevas tecnologías de comercialización, y la paralización de actividades a raíz de la emergencia sanitaria disminuyeron el número de empleados en el sector en 12,82% durante el último año. En un futuro, los puestos de empleo en el sector comercial demandarán capacidades relacionadas con la tecnología, el análisis de grandes bases de datos (*big data*), la inteligencia artificial y el manejo de redes sociales, lo cual se relaciona directamente con el marketing digital y el comercio electrónico. Por otro lado, el **Índice de Horas de Trabajo**, que mide el número de horas empleadas por el personal en las actividades laborales de comercio al por mayor y menor, se ubicó en 73,81 en el mes de agosto de 2020, cifra que constituye una caída de 16,32% con respecto al mes de agosto de 2019, y que representa un deterioro de 5,98% frente al mes de julio de 2020, en función de la evolución de la pandemia y las distintas restricciones implementadas a nivel nacional. Por su parte, el **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio al por mayor y menor, fue de 105,22 en el mes de agosto de 2020, cifra que constituye un incremento de 7,31% frente a julio de 2020 y un alza de 3,61% con respecto a agosto de 2019, en función del ajuste a las jornadas laborales implementado durante los últimos meses.

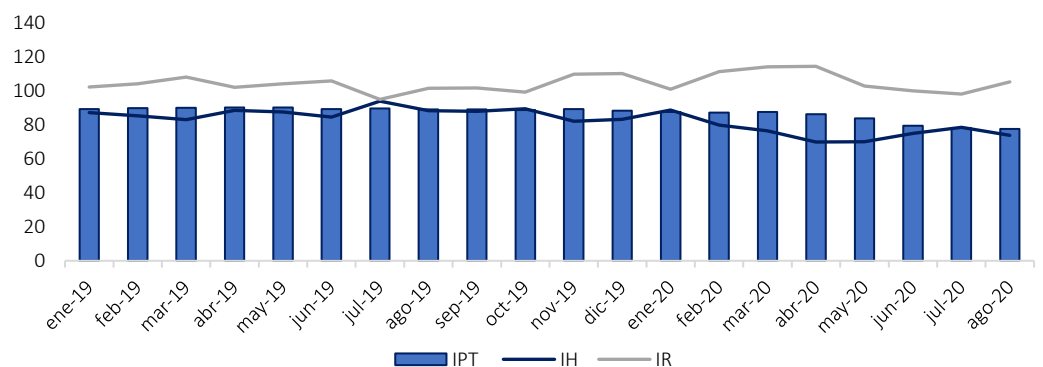


Gráfico 6: Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor).
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

³⁰ INEC. (2019). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2018. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-diciembre-2018/>

³¹ El Comercio. (2020, junio). Las ventas del sector privado cayeron 45% en abril del 2020 por la pandemia del covid-19. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ventas-sector-privado-caida-pandemia.html>

³² INEC. (2020, agosto). Histórico IPT – IH – IR. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/historicos-ipt-ih-ir/>

En cuanto al financiamiento del sector, durante el tercer trimestre de 2020, del total de empresas que operaron en el sector comercial, el 12% solicitó crédito, convirtiéndolo en el mayor solicitante de crédito en el país. El 19% de las empresas grandes que operan en el sector comercial demandaron crédito durante el segundo trimestre, comparado con el 9% de las pymes y el 2% de las microempresas. Del monto total de crédito otorgado a empresas del sector comercial, el 75% fue destinado para capital de trabajo, el 5% a la inversión y adquisición de activos, el 14% a la reestructuración y pago de deudas, y el 6% a operaciones de comercio exterior. Dentro de las empresas que no solicitaron crédito, el 25% no tuvo necesidad, el 35% se financió con recursos propios, el 21% ya posee un crédito vigente y el 9% debido al entorno macroeconómico nacional, entre otras razones³³.

Para 2019, el volumen de crédito otorgado por entidades financieras públicas y privadas a las empresas del sector comercial ascendió a USD 8.717 millones, monto que representa el 26,83% del total colocado a nivel nacional, y que supone un incremento de 8,04% con respecto al año 2018. Entre enero y junio de 2020 el crédito otorgado al sector comercial ascendió a USD 3.854 millones, monto que constituye una disminución de 7,75% con respecto al mismo periodo de 2019 y que representa el 33,13% del monto total de crédito colocado a nivel nacional. El Gobierno del Ecuador ha diseñado varios programas para impulsar el crédito productivo, entre esos el programa ReactívatE Ecuador, cuyo monto colocado asciende a USD 27,6 millones y ha beneficiado principalmente al sector comercial³⁴.



Gráfico 7: Volumen de crédito colocado (millones USD)
Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

El análisis de las fuerzas competitivas de la industria comercial refleja que existe un bajo poder de negociación de los proveedores. Esto se debe a que el sector comercial comprende la venta al por mayor y menor de todo tipo de productos y servicios, por lo que existe una gran variedad de oferta a nivel nacional. Por el contrario, el poder de negociación de los compradores es alto, debido a la cantidad de empresas dedicadas a la venta de productos, así como a la disponibilidad de productos sustitutos en el mercado; si el mercado considera que la relación de precio y calidad de un producto no es adecuada, puede recurrir a productos de unidades comerciales competidoras o que oferten productos sustitutos.

Es importante señalar que la elasticidad en el sector es alta; es decir, los consumidores tienen un alto grado de reacción en cuanto a la cantidad demandada ante un incremento de los precios. En este sentido, cuando incrementan los precios de productos de segunda necesidad, la cantidad demandada de los mismos disminuye, ya que no son imprescindibles. Cuando incrementan los precios de productos de primera necesidad que se venden al por mayor y menor en el mercado nacional, la población recurre a productos inferiores o a sustitutos que cumplan la misma función, pero representen un costo más bajo.

En cuanto a la amenaza de nuevos participantes, las barreras de entrada al sector comercial son bajas, pero dependen del negocio específico al que se dedique la empresa. Existe un beneficio en términos de economías de escala; muchas veces las empresas que se dedican a la venta al por mayor de un producto determinado, adquiere los productos de sus proveedores en masa, lo cual puede disminuir los costos en comparación con empresas minoristas que demandan una cantidad de producto inferior. Sin embargo, el tamaño del sector permite un fácil acceso a proveedores y canales de distribución. En general, la inversión inicial no es tan elevada en comparación con otros sectores de la economía; no obstante, para crecer en la industria se

³³ Banco Central del Ecuador. *Reporte Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito – Tercer Trimestre 2020*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito>

³⁴ El Universo. (2020, junio). *572 empresas acceden al crédito ReactívatE*. <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/572-empresas-credito-reactivate>

requiere de una inversión importante en infraestructura para la apertura de sucursales y puntos de venta en distintas localidades, así como de una importante fuerza de ventas, capacitada en aspectos técnicos y en estrategias comerciales, lo que podría significar la incursión en costos representativos. Esta fuerza laboral podría convertirse posteriormente en una barrera de salida, debido a los elevados costos de liquidación asociados. Adicionalmente, el desarrollo de canales de comercialización alternativos implica el uso de plataformas e infraestructura tecnológica que podría tener un costo elevado y no ser accesible para empresas pequeñas y nuevos participantes de la industria. Finalmente, las empresas grandes en los diversos segmentos del sector comercial generalmente operan con la representación exclusiva de marcas de alto prestigio y reconocimiento a nivel internacional, lo cual dificulta el posicionamiento de nuevos participantes.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado y un nivel de ingresos por ventas adecuado dentro del sector en el que opera.

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones INMOBILIARIA LAVIE S.A. como empresa dedicada a la adquisición y beneficio de la explotación de bienes raíces, mediante arriendo de locales comerciales administrados a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.



Gráfico 8: Historia de la compañía

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

INMOBILIARIA LAVIE S.A., una sociedad anónima de nacionalidad ecuatoriana con domicilio en la ciudad de Guayaquil fue constituida el 11 de junio de 1982, misma que se dedica principalmente a la adquisición y beneficio de la explotación de bienes raíces, cuyo plazo de vigencia es hasta 23 de agosto de 2032. La Compañía forma parte de las empresas del Grupo Económico El Rosado, el cual se dedica principalmente a la venta de productos al detalle. La dirección principal registrada de la Compañía es Av. 9 de Octubre No. 729, Edificio Mi Comisariato, Guayaquil – Ecuador.

A la fecha del presente informe, registró como capital suscrito y pagado una suma de USD 868.623,00, el mismo que estuvo conformado por 868.623 de acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están comprometidos, hecho que se refleja en la fortaleza patrimonial que ha mantenido la compañía históricamente.

INMOBILIARIA LAVIE S.A.		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Upper New York Investment Company LLC		Estados Unidos de América	294.883	33,95%
Upper Hudson Investment Company LLC		Estados Unidos de América	287.594	33,11%
Fusgal Trading S.A.		Uruguay	282.232	32,49%
Baier Oppenheimer de Czarninski Ruth		Alemania	2.819	0,32%
North Park Avenue Investment Company LLC		Estados Unidos de América	1.095	0,13%
Total			868.623	100,00%
Upper New York Investment Company LLC		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Upper Keys Investment Company LLC		Estados Unidos de América	N/A	N/A
Upper Hudson Investment Company LLC		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Upper Everglades Investment Company LLC		Estados Unidos de América	N/A	N/A
Fusgal Trading S.A.		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
Vistamar Investments LLC		Estados Unidos de América	N/A	N/A
North Park Avenue Investment Company LLC		NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PART.
North Biscayne Boulevard Investment Company		Estados Unidos de América	N/A	N/A

Tabla 10: Estructura accionarial hasta la persona natural.

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Corporación El Rosado S.A.	Upper New York Investment Company LLC	Accionariado	Activa
	Upper Hudson Investment Company LLC		
	Fusgal Trading S.A.		
	Gad Czarninski Shefi	Administración	
	Yael Czarninski Shefi		
Johnny Jacobo Czarninski Baier			
Inmobiliaria Motke S.A.	Upper New York Investment Company LLC	Accionariado	Activa
	Upper Hudson Investment Company LLC		
	Fusgal Trading S.A.		
	Gad Czarninski Shefi	Administración	
	Yael Czarninski Shefi		
Johnny Jacobo Czarninski Baier			
Comdere S.A.	Upper New York Investment Company LLC	Accionariado	Activa
	Upper Hudson Investment Company LLC		
	Fusgal Trading S.A.		
	Gad Czarninski Shefi	Administración	
	Yael Czarninski Shefi		
Johnny Jacobo Czarninski Baier			
Entretenimiento del Pacífico S.A. ENTREPASA	Upper New York Investment Company LLC	Accionariado	Activa
	Upper Hudson Investment Company LLC		
	Fusgal Trading S.A.		
	Gad Czarninski Shefi	Administración	
	Yael Czarninski Shefi		
Johnny Jacobo Czarninski Baier			
Inmobiliaria Meridional S.A. INMERSA	Upper New York Investment Company LLC	Accionariado	Activa
	Upper Hudson Investment Company LLC		
	Gad Czarninski Shefi	Administración	
	Yael Czarninski Shefi		
	Johnny Jacobo Czarninski Baier		
Administradora del Pacífico S.A. (ADEPASA)	Upper New York Investment Company LLC	Accionariado	Activa
	Upper Hudson Investment Company LLC		
	Gad Czarninski Shefi	Administración	
	Yael Czarninski Shefi		
	Johnny Jacobo Czarninski Baier		
Super Puntos S.A. (SPSA)	Upper New York Investment Company LLC	Accionariado	Activa
	Upper Hudson Investment Company LLC		
	Gad Czarninski Shefi	Administración	
	Yael Czarninski Shefi		
	Johnny Jacobo Czarninski Baier		
Frecuento S.A. FREQUENTBUY	Upper New York Investment Company LLC	Accionariado	Activa
	Upper Hudson Investment Company LLC		
	Gad Czarninski Shefi	Administración	
	Yael Czarninski Shefi		
	Johnny Jacobo Czarninski Baier		
Panadería del Pacífico S.A. PANPACSA	Upper New York Investment Company LLC	Accionariado	Activa
	Upper Hudson Investment Company LLC		

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
	Fusgal Trading S.A. Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier Danny David Czarninski Baier	Administración	
Comercializadora Trading & Partners TRADINGPARTS S.A.	Upper New York Investment Company LLC Upper Hudson Investment Company LLC Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Accionariado Administración	Activa
Entertainment Discovery DISCOVERY S.A.	Upper New York Investment Company LLC Upper Hudson Investment Company LLC Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Accionariado Administración	Activa
Procesadora de Alimentos Karnita PROKARNITA S.A.	Upper New York Investment Company LLC Upper Hudson Investment Company LLC Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Accionariado Administración	Activa
Restaurantes Unidos RESTAUNSA S.A.	Upper New York Investment Company LLC Upper Hudson Investment Company LLC Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Accionariado Administración	Activa
Tiendas Tuti TTDE S.A.	Upper New York Investment Company LLC Upper Hudson Investment Company LLC Yael Czarninski Shefi	Accionariado Administración	Activa
Distribuidora Comercial del Norte TRICOMNOR S.A.	Upper New York Investment Company LLC Upper Hudson Investment Company LLC Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Accionariado Administración	Activa
Motion Picture Adventure MPA S.A.	Upper New York Investment Company LLC Upper Hudson Investment Company LLC Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi	Accionariado Administración	Activa
Inmobiliaria Columbia S.A.	Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Radio Concierto Guayaquil S.A.	Gad Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Briko S.A.	Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Radio Concierto Concept Austro S.A.	Gad Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Supercines S.A.	Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Ubesair S.A.	Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Constructora Abidi S.A.	Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Constructora Abacam S.A.	Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Ecosan S.A.	Gad Czarninski Shefi Yael Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Productora en Avant "Arte&Danza" S.A.	Gad Czarninski Shefi	Administración	Activa
Servicios Gacela Ecuador GacelaDelivery S.A.	Gad Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Market & Delivery Supereasy S.A.	Gad Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Gayata S.A.	Gad Czarninski Shefi Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa
Alimentos del Ecuador Cía. Ltda. ALIDOR	Danny David Czarninski Baier Baier Oppenheimer de Czarninski Ruth	Administración	Disolución
Coklat S.A.	Johny Jacobo Czarninski Baier	Administración	Activa

Tabla 11: Compañías relacionadas por administración y/o accionariado
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía presenta vinculación en el capital social de otras compañías, mayor al 10%, de acuerdo con el siguiente detalle:

EMPRESA	CAPITAL INVERTIDO (USD)	CAPITAL TOTAL (USD)	PARTICIPACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Ubesair S.A.	13.499	13.500	99,99%	Activa
Supercines S.A.	8.910	13.500	66%	Activa

Tabla 12: Aporte de capital en compañías
Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

INMOBILIARIA LAVIE S.A. no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo; sin embargo, su estructura organizacional y su gestión funcional, fueron establecidas de acuerdo al desarrollo de las actividades del negocio, requerimientos estratégicos y los objetivos empresariales. El gobierno de la compañía está a cargo de la Junta General de Accionistas, misma que constituye su órgano supremo, quien a su vez designa al Presidente, Primer Vicepresidente y Gerente, cuyas funciones se establecen de acuerdo a las facultades y atribuciones asignadas en los estatutos respectivos. A continuación se detalla el organigrama de la compañía.

NOMBRE	CARGO
Johny Jacobo Czarninski Baier	Presidente Ejecutivo
Yael Czarninski Shefi	Vicepresidente
Gad Czarninski Shefi	Gerente General

Tabla 13: Plana Ejecutiva
Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

A la fecha del presente informe INMOBILIARIA LAVIE S.A. no posee empleados bajo relación de dependencia, por lo que dentro de la compañía no se han establecido sindicatos ni comités de empresa, que puedan afectar el normal desempeño de la misma.



Gráfico 9: Organigrama

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

INMOBILIARIA LAVIE S.A. cuenta con varios sistemas de información que ayudan a la integración, gestión, administración, reportería y procesamiento de información, sin embargo, su principal sistema es el SAP R3 Enterprise Extensión Financial Services el cual integra todas las operaciones financieras de la compañía.

Con todo lo expuesto anteriormente, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.

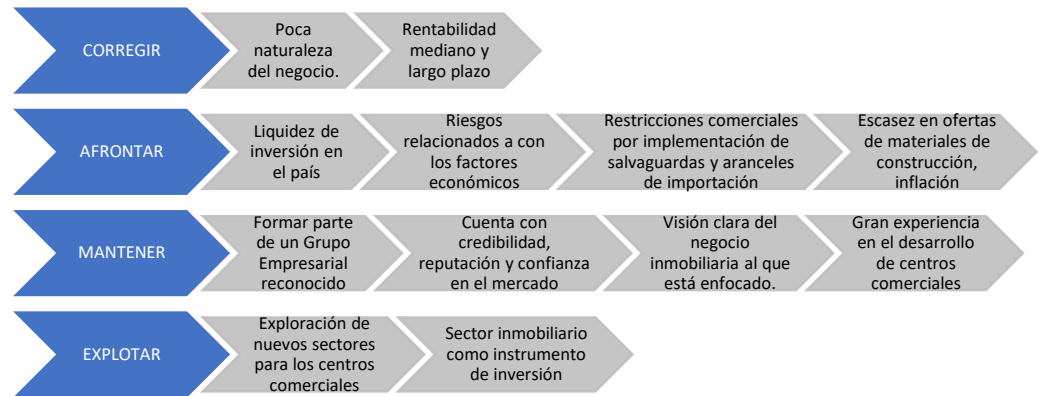


Gráfico 10: Planificación estratégica

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

INMOBILIARIA LAVIE S.A., en cumplimiento a las obligaciones establecidas en acuerdos ministeriales, ha efectuado charlas referentes a diferentes temas ambientales y además temas de responsabilidad social empresarial para que los empleados de las diferentes áreas de negocios tengan conocimientos sobre ciertos aspectos que son importantes a la hora de realizar una actividad laboral. Las charlas fueron impartidas al personal de Mi Comisariato, Ferrisariato, Carl's Jr, Chili's, Supercines y al personal administrativo de los centros comerciales. Los temas impartidos en las charlas fueron: Difusión del plan de manejo ambiental, Manejo de desechos peligrosos y no peligrosos, Uso sustentable de los recursos naturales y Riesgos laborales y contingentes. La empresa da un seguimiento mediante un informe ambiental de cumplimiento, donde los administradores de los centros comerciales Paseo Shopping Milagro y Riocentro Shopping, atienden las inquietudes y observaciones de los moradores del sector y usuarios de los establecimientos, para encontrar una inmediata solución o las acciones correspondientes del caso.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el sistema de seguridad social, con el Servicio de Rentas Internas, además de un certificado del buró de crédito donde es codeudor de empresas relacionadas del Grupo El Rosado. La compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, que bajo un orden de prelación podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

NEGOCIO

INMOBILIARIA LAVIE S.A. forma parte del Grupo económico El Rosado, cuyo objeto social es dedicarse a la compraventa y reventa, importación y exportación, y a la industrialización y comercialización en el mercado nacional e internacional, por cuenta propia o ajena, al por mayor y menor de todo tipo de alimentos, ropa, licores, etc. Actualmente la empresa cuenta con 92 establecimientos (Comisariatos, Hipermarkets, Ferrisariatos, y otros de su división de entretenimiento). Las operaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A. se focalizan en el arriendo de sus bienes inmuebles, mismos que están administrados por su relacionada Administradora del Pacífico S. A. ADEPASA desde el año 2013, por ende su actividad actual y sus resultados están conformados fundamentalmente por las transacciones relacionadas a los acuerdos existentes con sus relacionadas.

La compañía es propietaria de los inmuebles que se mencionan a continuación:

DENOMINACIÓN	UBICACIÓN
Riocentro Los Ceibos	Guayaquil
El Paseo Shopping	Portoviejo
El Paseo Shopping	Manta
El Paseo Shopping	Milagro
El Paseo Shopping	Santo Domingo de los Tsáchilas
Mi Comisariato	Gómez Rendón y Av. Quito
Ferrisariato Alborada	Cdla. Alborada Edif. Super IV

DENOMINACIÓN	UBICACIÓN
Mi Comisariato, Río Store y Mi Juguetería	Cdla. La Alborada III
Río Store y Mi Comisariato	Av. La Prensa
Mi Juguetería y Mi Comisariato	Rodrigo de Chávez y Chasqui
Bodega de Mi Comisariato, Mi Juguetería y Ferrisariato	Av. Pedro Menéndez Gilbert
Mini Comisariato	Gómez Rendón y Abel Castillo
Mi Comisariato	Calles Brasil y Quito
Mi Comisariato y Río Store	Ciudadela La Garzota
Mi Comisariato y Río Store	Av. Carlos Plaza Dañín C.C. Plaza Quil
Mi Comisariato	Eloy Alfaro y Brasil
Mi Juguetería	Ciudadela Kennedy Norte
Mi Comisariato	Rosendo Avilés y Bogotá
Mi Comisariato, Río Store y Mi Juguetería	Vélez entre Boyacá y García Avilés
Mi Comisariato y Ferrisariato	Lotización Mapasingue
Hipermarket	Av. De Las Américas
Riocentro Norte	Guayaquil
Mi Comisariato Mini 16	Colón y Lorenzo de Garaycoa
Mi Comisariato Urdesa	Av. Víctor Emilio Estrada

Tabla 14: Inmuebles.

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Durante los últimos años la empresa se ha enfocado en dos estrategias principales: Innovación y mantenimiento. La innovación tiene el propósito de brindar una gama más amplia de servicios a sus clientes, y el mantenimiento de la edificación procura conservar sus inmuebles atractivos para el público visitante. La compañía concentra sus esfuerzos en ofrecer la mezcla adecuada de productos y servicios para los clientes de sus locales, de tal forma que mantenga su atractivo y la preferencia del público en general.

POLÍTICAS PRINCIPALES

Dentro de sus políticas principales, INMOBILIARIA LAVIE S.A. cuenta con varias pólizas de seguros vigentes con Compañía de Seguros Ecuatoriano Suiza S.A. y La Unión Compañía Nacional de Seguros S.A. que cubren las áreas más importantes del negocio incluyendo edificios, instalaciones, adecuaciones y seguro todo riesgo por un monto total asegurado aproximado de USD 223 millones.

RAMO	MONTO (USD)	VIGENCIA	
Incendio	205.028.280	12/10/2019	12/10/2020
Equipo electrónico	6.060.000	12/10/2019	12/10/2020
Robo y/o asalto	600.000	12/10/2019	12/10/2020
Rotura de maquinaria	1.800.000	12/10/2019	12/10/2020
Adicionales	9.333.000	12/10/2019	12/10/2020

Tabla 15: Detalle de pólizas de seguros.

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

CLIENTES

Las operaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A., corresponden fundamentalmente al arriendo de sus bienes inmuebles administrados a partir de 2013 por su compañía relacionada Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA. En consecuencia, la actividad actual de la inmobiliaria y sus resultados están conformados fundamentalmente por las transacciones correspondientes a los acuerdos existentes con sus relacionadas. Es decir, ADEPASA S.A. es considerada como su principal cliente; al 31 de agosto de 2020, la entidad generó una participación del 100,00% sobre los ingresos acumulados, en este corte no se registró alquiler de maquinaria. Por lo antes mencionado, la cartera de clientes de INMOBILIARIA LAVIE S.A. corresponde en un 99% a la cartera de Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA. Cabe destacar que la cartera de la compañía exclusivamente se concentra en cartera por vencer, es decir, no registra cartera vencida.

CLIENTES
Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA.
INSEG C.LTDA.

Tabla 16: Principales clientes.

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

CADENA DE SUMINISTROS

Al referirnos a los proveedores de INMOBILIARIA LAVIE S.A. se debe indicar que mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas e instituciones relacionadas con su giro de negocio. La empresa tiene muy buena aceptación con sus proveedores, además de contar con empresas del Grupo como es el caso de Corporación El Rosado S.A. principal proveedor de la compañía. La empresa además goza de un alto poder de negociación con sus proveedores dado al grupo empresarial al cual pertenece.

POLÍTICAS DE INVERSIÓN

Las políticas de inversión de la compañía están orientadas principalmente hacia la compra de activos productivos, como son los bienes inmuebles.

Adicionalmente, el grupo empresarial constantemente está invirtiendo en programas de capacitación para el personal, con el afán de incrementar los niveles de eficiencia y productividad. Esta actividad es realizada con la intención de mejorar los índices de producción actuales e innovar en la creación de nuevos productos que satisfagan la demanda, además de definir una estrategia para el posicionamiento de una marca.

POLÍTICA DE FINANCIAMIENTO

INMOBILIARIA LAVIE S.A., ha financiado sus actividades con recursos de terceros y el patrimonio de la compañía. En cuanto a los recursos de terceros destacan los préstamos con instituciones financieras locales, adicionalmente de una activa participación en el mercado de valores ecuatoriano con diversos instrumentos con una gran aceptación por inversionistas privados.

POSICIÓN COMPETITIVA

En cuanto a la posición competitiva de la compañía dentro del sector en el cual desarrolla sus actividades, INMOBILIARIA LAVIE S.A. se mantiene como referente del sector inmobiliaria. Sin embargo, es difícil determinar a competidores que tengan la misma actividad principal. No obstante, dentro del sector inmobiliario pueden considerarse como competencia ciertas inmobiliarias, pues ofrecen también servicios de corretaje de bienes externos, lo que crea para ellas una mayor oportunidad de reconocimiento. En función de ello la compañía considera como su competencia, a las siguientes empresas, mismas que ofrecen en el mercado un producto similar.

Dentro de su principal actividad, INMOBILIARIA LAVIE S.A. presenta los siguientes competidores:

- Inmobiliaria del Sol S.A. MOBILSOL
- Proadser S.A.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Los ingresos de la compañía provienen de los arriendos de locales comerciales dentro de distintos centros comerciales a nivel nacional. Los ingresos por arriendo mantienen la mayor participación sobre el total, seguido por ingresos por concesiones, alcuotas y recuperación de gastos. Todos los ingresos de la compañía son gestionados por la Administradora del Pacífico S.A. ADEPSA, la cual administra los arriendos de los diferentes locales comerciales de INMOBILIARIA LAVIE S.A. Entre 2017 y 2019 las ventas mantuvieron un comportamiento creciente, al pasar de USD 18,83 millones en 2017 a USD 20,47 millones en 2019, lo cual constituye un crecimiento del 8,72% durante el periodo analizado. Durante el mismo periodo, la compañía creció a un ritmo promedio de 4,34%.

Para diciembre de 2018 los ingresos por actividades operacionales presentaron un incremento marginal de USD 83 mil alcanzando los USD 18,91 millones, gracias a la estrategias implementadas y desarrollo de la compañía. Al cierre de 2019, las ventas de la compañía continuaron la tendencia creciente alcanzando los USD 20,47 millones (8,24%), ante la apertura de nuevos locales comerciales y por ende mayor número de arriendos.

La composición de los ingresos se mantuvo estable durante el periodo analizado. Cabe resaltar que ninguna de las fuentes de ingresos mantiene una participación superior al 50% por lo cual no corre el riesgo de concentración, además por el propio giro del negocio los niveles de ingresos se mantienen sin mayores variaciones al ser mantenerse fijos, dependiendo principalmente del número de locales disponibles.

TIPO	ago-19	ago-20
Arriendos	4.070.571	4.509.268
Concesionarios	5.916.403	3.262.155
Alícuotas	1.946.390	1.988.364
Recuperación de gastos	1.071.554	1.016.419
Alquiler maquinaria	5.856	-
Total	13.004.918	10.776.206

Tabla 17: Composición de ingresos (USD).

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Las proyecciones de ingresos estiman un incremento moderado en las ventas de 2020, en función de las condiciones de mercado actuales. Debe considerarse que en la generalidad de las empresas ecuatorianas se proyecta una disminución de ventas para 2020, no siendo ajena en el caso de INMOBILIARIA LAVIE S.A. debido al sector al que pertenece se ha visto afectado por la situación actual del país, que a pesar de, la reactivación de movilidad en el país, se estima que los ingresos para el 2020 se presenten inferiores respecto al 2019. Para los años siguientes se proyecta crecimientos del 5%, tomando en cuenta el crecimiento histórico y la reactivación de las actividades a nivel nacional. La compañía mantuvo sus operaciones activas con relativa normalidad durante el periodo de emergencia, principalmente los arrendatarios en el segmento de supermercados siendo uno de los menos afectados por la emergencia sanitaria, sin embargo, los locales comerciales referentes a otros segmentos del grupo se vieron afectados y por ende repercutió en los ingresos de la compañía que presentaron una disminución en los ingresos del 17,21% en el comparativo interanual, al pasar de USD 13,02 millones en agosto de 2019 a USD 10,78 millones en agosto de 2020. Dentro de la composición de los ingresos en la comparación interanual presentó un incremento los arriendos debido a la apertura de nuevo local en la línea correspondiente al Rosado, sin embargo, una reducción de los ingresos por concepto de concesionarios debido a que en los primeros meses del estado de emergencia, no se facturó en su valor total a los concesionarios externos, como ayuda frente al estado de emergencia que atravesaba el país. Por su parte, el resto de las fuentes de ingreso se mantuvieron con montos similares.

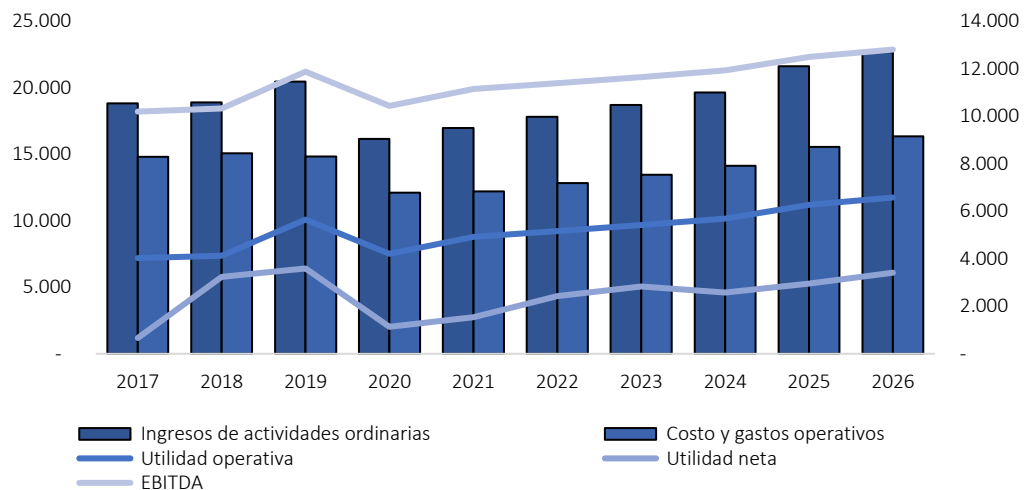


Gráfico 11: Estado de Resultados.

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Dado el giro de negocio de la compañía no se toman en cuenta costo de ventas, sin embargo, se analizan los gastos operativos. La consecuencia directa de la disminución en la participación de gastos operativos fue la presencia de un margen operacional creciente, que pasó de 21,40% en 2017 a 27,56% en 2019. Consecuentemente, la utilidad operativa presentó un valor monetario superior, alcanzando los USD 5,64 millones al cierre de 2019. Para agosto de 2020 el margen operativo fue de 20,69%, lo que supone una

disminución con respecto a su interanual (24,84%) dada la situación actual del mercado en donde existen costes fijos que se mantuvieron incurriendo, a pesar de la disminución de los ingresos, y gastos de depreciación superiores ante un nivel de activos fijos superior para agosto 2020. En esa línea, y tomando en cuenta la reactivación del segmento de mercado al que pertenece, la proyección mantiene un alza constante del margen operativo a partir del 2021, tomando en cuenta la reducción de ingresos para el 2020.

A pesar de un incremento de la deuda con costo, los gastos financieros disminuyeron para el 2019 debido a las condiciones que mantienen los créditos, adicionalmente de otros movimientos que generan un costo financiero adicional, tendencia que se reversa en la proyección acentuada por la colocación de emisiones en el mercado de valores. Por efecto de los cambios en la utilidad operativa y de las variaciones en las depreciaciones, el EBITDA, presentó una tendencia creciente al 2019, tendencia que se mantiene al alza en el periodo proyectado lo que trae como consecuencia una índice que mide la cobertura del gasto financiero favorable y una disminución progresiva en los años requeridos para la cancelación de la deuda con este parámetro.

INMOBILIARIA LAVIE S.A. tuvo una evolución de la proporción de su deuda con costo de aquella contratada a través de sucesivas emisiones frente a la contraída con entidades financieras. En este sentido, en 2019 la deuda con el mercado de valores fue del 87% del total de la deuda con costo y el 2026 se proyecta que este parámetro presente una participación del 92% en el escenario de financiarse en menor proporción con créditos adquiridos a entidades financieras.

Como lógica consecuencia de lo indicado, la utilidad neta del periodo bajo análisis fue siempre positiva. La proyección estima que estos resultados tendrán una tendencia al alza en los próximos años como una respuesta a la presencia de la empresa en los mercados de su ámbito y a una eficiente gestión operativa.

CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en dos cuentas principales: propiedades de inversión, lo cual se ajusta a la actividad inmobiliaria de la empresa y cuentas por cobrar con compañías relacionadas las cuales conforman los resultados de la empresa fundamentalmente por las transacciones relacionadas a los acuerdos existentes de arrendamiento con las empresa del grupo y un préstamo a una empresa del grupo con vencimientos menores a un año y que no genera intereses. Al 31 de agosto de 2020, el 93,32% del activo total se condensó en estos rubros. En lo que respecta a las propiedades de inversión, la proyección no supone una inversión próxima, sin embargo, la compañía se encuentra en la capacidad dado sus altos niveles de efectivo de realizar cualquier inversión en activos fijos. Evidentemente cualquier inversión mayor en este sentido requeriría de mayores niveles de financiamiento y la proyección supone un nivel de efectivo y sus equivalentes que permitirían un crecimiento moderado a este respecto. Por otra parte, las cuentas por cobrar a compañías relacionadas se comportan de acuerdo a las condiciones contractuales establecidas teniendo coherencia con las variaciones en los ingresos, manteniendo los niveles históricos de la compañía con una cartera sana únicamente agrupada en saldo por vencer.

El nivel de activos corrientes tuvo un decrecimiento constante entre 2017 y 2019 y se proyecta que tal comportamiento mantendrá variaciones en los años siguientes debido a los niveles de efectivo y cuentas por cobrar con relacionadas. La estructura del activo mantiene una menor participación de los activos corrientes sobre el total, 16,88% promedio. Tal situación, y dado el giro propio de negocio, agrupando una mayor proporción de activos no corrientes, produce un capital de trabajo negativo pero estable de acuerdo a la proyección. Cabe mencionar que para el año 2017, la compañía presentó un capital de trabajo positivo, ante bajos niveles de pasivos de corto plazo y un monto elevado de cartera en los activos corrientes. Los niveles del índice de rotación del activo se presentan bajos, causados por niveles altísimos de activos, sin embargo, favorables para el sector. Dentro del periodo proyectado el índice de rotación se mantiene estable en el 10%, el cual se compara favorablemente con la industria y refleja una adecuada gestión de activos.

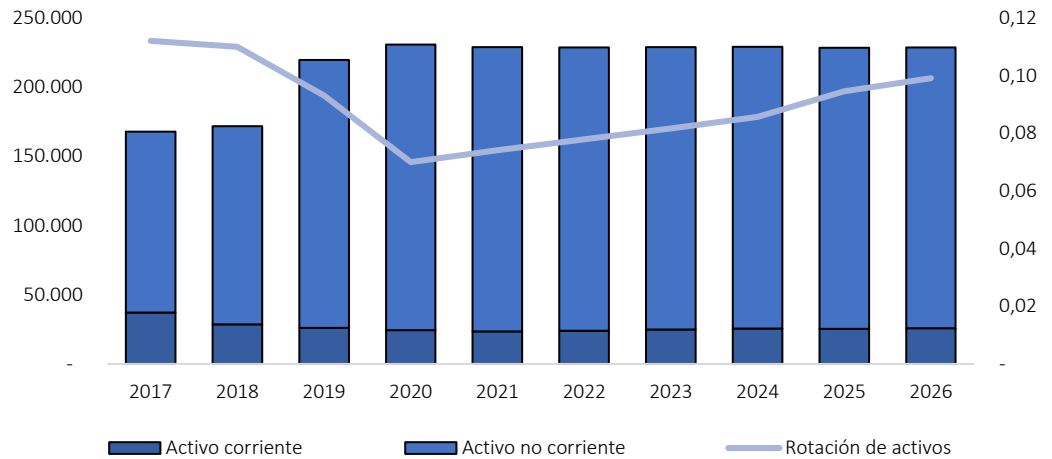


Gráfico 12: Evolución del activo.
Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; **ELABORACIÓN:** GlobalRatings

En línea a lo señalado, el total de activos tuvo un crecimiento constante entre 2017 y 2019, pasando de USD 167,95 millones a USD 219,76 millones. Tal aumento se debió principalmente al incremento de las propiedades de inversión (USD 59,03 millones). Dicho acrecentamiento señalado es coherente con la estrategia de la empresa de aumentar o mantener sus ingresos los que se han evidenciado en el lapso señalado. La proyección augura un nivel del total de activos estable con cuentas por cobrar con empresas relacionadas crecientes en línea con el ya comentado incremento en los ingresos, y activos fijos entres instalaciones y propiedades de inversión sin variaciones importantes. Como quedó establecido, la proyección no supone un incremento de las instalaciones en los próximos, sin embargo, la compañía se encuentra en la capacidad de poder realizarlo si así lo necesitara.

Las cuentas por cobrar con clientes relacionados presentaron un comportamiento decreciente entre 2017 y 2019, pasando de USD 22,66 millones a USD 14,04 millones. Tal comportamiento obedece a las condiciones y políticas de cobro de la compañía, adicionalmente del cancelamiento de los préstamo efectuados a Inmobiliaria Meridional S.A. INMERISA. Dicho comportamiento se revierte en la proyección sin que se proyecten crecimientos explosivos y tomando en cuenta la cancelación del préstamos para el 2021. Al tratarse de cuentas por cobrar a empresas del grupo no se realiza el análisis del periodo promedio de recuperación de cartera al ser estos montos estables a través del tiempo y con políticas de cobro ya establecidas dentro de los respectivos contratos. La compañía no mantiene una provisión para cuentas de dudoso cobro al mantener únicamente cartera por vencer y no presentar riesgo de incobrabilidad, escenario que se mantuvo en la proyección.

Debido a la naturaleza del giro del negocio, las compañías que operan en la industria inmobiliaria, como es el caso de INMOBILIARIA LAVIE S.A., mantienen la mayor proporción de sus activos en propiedades de inversión. En octubre de 2012 la compañía suscribió contratos de mandato con Administradora del Pacífico S. A. ADEPASA por la administración, operación y mantenimiento de los centros comerciales a nivel nacional. Por medio de estos contratos, se faculta y autoriza a ADEPASA suscribir los acuerdos de concesión de los distintos locales comerciales bajo su administración. Las partes han convenido un precio que representa el 25% del valor total recaudado por concepto de concesiones. Estos contratos tienen una duración de cinco años a partir de la fecha de celebración de los mismos. Las partes podrán acordar la renovación por igual período y los cambios que convengan los deberán pactar 90 días antes del vencimiento del mismo. El rubro de propiedades de inversión dentro de la proyección no supone un incremento considerable tomando en cuenta las obras en curso vigentes con plazos de 2 a 3 años.

Adicionalmente la compañía mantiene el rubro instalaciones y equipo consistente en los activos fijos administrativos de la empresa. Este rubro no presenta variaciones importantes dentro del periodo de estudio manteniéndose estables y con variaciones relativas principalmente por la propia depreciación. Como ya se destacó, la proyección no supone un incremento en este rubro, aunque los pasivos con el mercado de valores analizados permiten un remanente de efectivo que puede utilizarse en una expansión mayor a tasas de interés fijas y relativamente bajas.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

La actividad creciente de la compañía ha generado una mayor necesidad de financiamiento. Históricamente, INMOBILIARIA LAVIE S.A. ha financiado sus operaciones mediante dos fuentes principales: las cuentas por pagar a compañías relacionadas tanto comerciales como préstamos y las obligaciones con el mercado de valores. La proyección supone una estabilidad de este último rubro ante la renovación de la deuda. Cabe destacar que la proyección supone financiamiento con proveedores relacionados en rangos superiores a los del 2019, año en el que creció alrededor del 322,07% respecto de 2018. Este financiamiento refleja el rol que mantiene la compañía dentro del Grupo y que le permite ampliar sus propiedades de inversión. Durante el periodo analizado la estructura del pasivo total se dividió equitativamente entre el corto plazo y largo plazo, con una participación promedio de 53,90% y 46,10% respectivamente, participación que se mantiene similar en la proyección por la renovación de los pasivos de corto plazo en cuanto emisiones de obligaciones y niveles de cuentas por pagar a empresas relacionadas estables.

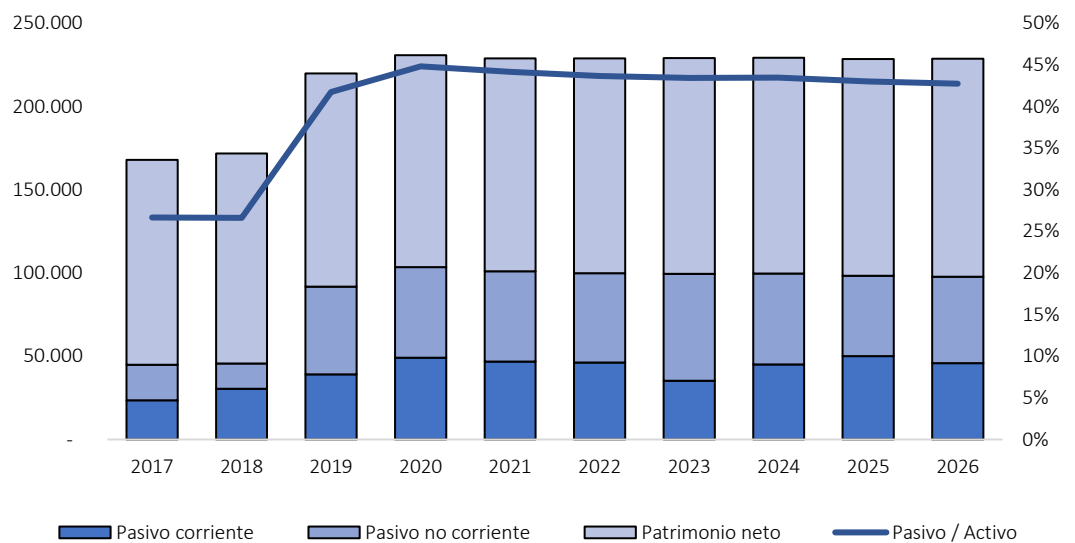


Gráfico 13: Estructura de financiamiento (miles USD).
Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Entre 2017 y 2019, el pasivo total incrementó en 104,76% (+USD 46,93 millones), producto del incremento de las cuentas por pagar a compañías relacionadas y del rubro de emisión de obligaciones. Tal incremento permitió fundear adecuadamente la financiación de propiedades de inversión. La proyección supone un incremento para el 2020 del total de pasivos producto de mayores cuentas por pagar a compañías relacionadas, sin embargo, manteniendo una tendencia en vía descendiente para los próximos años ante la amortización de las emisiones en el mercado de valores y las variaciones de las cuentas por pagar. Como consecuencia, la deuda neta de la empresa disminuye progresivamente de acuerdo a la proyección.

Como se indicó, el nivel de apalancamiento operativo se evidencia en el crecimiento de las cuentas por pagar con empresas relacionadas, además de, emisiones en el mercado de valores durante el periodo. Las cuentas por pagar relacionadas pasaron de USD 480 mil en 2017 a USD 23,02 millones en 2019. Dado el giro de negocio de la compañía y a su papel dentro del Grupo El Rosado mantuvo un alto nivel de cuentas por pagar con compañías relacionadas en el 2019 correspondiente principalmente a un crédito otorgado por Corporación El Rosado S.A. que devenga una tasa de interés del 5%, lo cual le permite financiar una parte importante de sus operaciones a un bajo costo financiero. Adicionalmente, la empresa mantiene históricamente niveles de cuentas por pagar a proveedores comerciales crecientes, pasando de USD 1,59 millones en 2017 a USD 11,85 millones en 2019, correspondiente a importes pendientes de pago por compra de materiales de construcción por la construcción y ampliación de las diferentes propiedades de la entidad. El período de crédito promedio para compras de mercadería es de 80 días y 60 días, respectivamente. La compañía dispone de políticas de gestión de riesgos financieros para garantizar que todas las cuentas por pagar sean pagadas dentro de los términos de crédito pre-acordados.

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 73,33% de los activos en 2017 a financiar el 58,26% de los activos en 2019, por el fuerte incremento de los activos para este periodo (propiedades de inversión), y el 57% en la proyección. El patrimonio se incrementa debido a los buenos resultados de la compañía y al reparto de dividendos moderado durante el período bajo análisis. Tal política se mantuvo en la proyección lo que, junto al descenso en el pasivo por el ya comentado vencimiento de las obligaciones, provoca que se incremente la financiación del activo con recursos de los accionistas.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe INMOBILIARIA LAVIE S.A. mantiene vigente tres instrumentos en el mercado bursátil: dos Emisiones de Obligaciones y un Programa de Papel Comercial, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

EMISIÓN	AÑO	APROBACIÓN	MONTO	ESTADO
Primero Programa Papel Comercial	2015	SCVS-INMV-DNAR-15-0004282	USD 10.000.000	Cancelada
Segundo Programa Papel Comercia	2017	SCVS.INVM. DNAR.17.0002206	USD 15.000.000	Cancelado
Primera Emisión de Obligaciones	2017	SCVS.IRQ.DRMV.2017.2207	USD 20.000.000	Vigente
Tercer Programa Papel Comercia	2019	SCVS-INMV-DNAR-2019-00004921	USD 15.000.000	Vigente
Segunda Emisión de Obligaciones	2019	SCVS.INMV.DNAR.SA.2019.00002248	USD 20.000.000	Vigente

Tabla 18: Presencia Bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido INMOBILIARIA LAVIE S.A., en circulación en el Mercado de Valores.

EMISIÓN	CLASES	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Primero Programa Papel Comercial	N/A	611	171	USD 30.357.000
Segundo Programa Papel Comercia	N/A	613	123	USD 48.186.000
Primera Emisión de Obligaciones	Clase B	1	6	USD 5.000.000
	Clase C	5	20	USD 10.000.000
	Clase D	1	6	USD 5.000.000
Tercer Programa Papel Comercia	N/A	455	67	USD 25.309.700
Segunda Emisión de Obligaciones	Clase F	98	35	USD 20.000.000

Tabla 19: Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

INSTRUMENTO

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de INMOBILIARIA LAVIE S.A., reunida en Guayaquil el 20 de noviembre de 2018, resolvió autorizar que la compañía realice la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 20,00 millones.

Posteriormente, con fecha 17 de diciembre de 2018, INMOBILIARIA LAVIE S.A. en calidad de Emisor, conjuntamente con el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como Representante de los Obligacionistas y SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV en calidad de Estructurador o Agente Colocador, suscribieron el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A.

Con fecha 19 de marzo de 2019, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 20,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.SA.2019.0002248, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 20 de marzo de 2019. El plazo de la oferta pública venció el 19 de diciembre de 2019.

Con fecha 27 de marzo de 2019, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV inició la colocación de los valores y, hasta el 03 de julio de 2019 colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 20,00 millones).

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Monto Emisión	USD 20.000.000,00				
Características	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

	20.000.000	2.520 días	8,00%	Trimestral (A partir de los 720 días)	Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Destino de los recursos	En un 85% capital de trabajo, específicamente para pago a proveedores y costos operativos y administrativos de la empresa y 15 % para restructuración de pasivos con costo, y un 39% para				
Valor nominal	USD 1.000,00				
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.				
Underwriting	La presente emisión no contempla un contrato de underwriting.				
Estructurador financiero y agente colocador	SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representante de obligacionistas	Estudio Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,50, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. ■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros. 				
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ El emisor mientras esté vigente la presente emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía. 				

Tabla 20: Características del instrumento

Fuente: Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV.; **Elaboración:** GlobalRatings

El saldo de capital por pagar al 31 de agosto de 2020 fue de USD 20.000.000 tomando en cuenta que el primer pago de capital se realizará el 27 de junio de 2021.

Las tablas de amortización siguientes se basan en el monto colocado:

VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
27/6/2019	20.000	-	400	400	20.000
27/9/2019	20.000	-	400	400	20.000
27/12/2019	20.000	-	400	400	20.000
27/3/2020	20.000	-	400	400	20.000
27/6/2020	20.000	-	400	400	20.000
27/9/2020	20.000	-	400	400	20.000
27/12/2020	20.000	-	400	400	20.000
27/3/2021	20.000	-	400	400	20.000
27/6/2021	20.000	1.000	400	1.400	19.000
27/9/2021	19.000	1.000	380	1.380	18.000
27/12/2021	18.000	1.000	360	1.360	17.000
27/3/2022	17.000	1.000	340	1.340	16.000
27/6/2022	16.000	1.000	320	1.320	15.000
27/9/2022	15.000	1.000	300	1.300	14.000
27/12/2022	14.000	1.000	280	1.280	13.000
27/3/2023	13.000	1.000	260	1.260	12.000
27/6/2023	12.000	1.000	240	1.240	11.000
27/9/2023	11.000	1.000	220	1.220	10.000
27/12/2023	10.000	1.000	200	1.200	9.000
27/3/2024	9.000	1.000	180	1.180	8.000
27/6/2024	8.000	1.000	160	1.160	7.000
27/9/2024	7.000	1.000	140	1.140	6.000
27/12/2024	6.000	1.000	120	1.120	5.000
27/3/2025	5.000	1.000	100	1.100	4.000
27/6/2025	4.000	1.000	80	1.080	3.000

VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
27/9/2025	3.000	1.000	60	1.060	2.000
27/12/2025	2.000	1.000	40	1.040	1.000
27/3/2026	1.000	1.000	20	1.020	-

Tabla 21: Amortización Clase F (miles USD)

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Del total del monto autorizado de la emisión, se colocó el 100%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los Numerales a y b, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a (0,50), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.	El indicador promedio de liquidez fue de 0,5, a partir de la autorización de la oferta pública. *	CUMPLE
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte agosto 2020, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 2,14	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No hay obligaciones en mora.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.	Al 31 de agosto de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 137,65 millones, siendo el monto máximo permitido de emisión la suma de USD 110,12 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	CUMPLE
LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
El emisor mientras esté vigente la presente emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.	Al 31 de agosto de 2020 la relación referente a los pasivos con costo/patrimonio fue de 0,28.	CUMPLE

Tabla 22: Garantías y resguardos

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, por lo que la Junta General de Accionistas, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías y el límite de endeudamiento correspondiente a la Segunda Emisión de Obligaciones. Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado del monto máximo de emisión de la empresa, con información financiera cortada al 31 de agosto de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80,00% del total de activos depurados, esto es: "Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto

garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de las emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la PRIMERA Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representa el 11,49% del 200% del patrimonio al 31 de agosto de 2020 y el 22,97% del patrimonio, cumpliendo de esta manera según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

200% PATRIMONIO	MONTO
	USD
Patrimonio	127.814.486
200% patrimonio	255.628.973
Saldo Titularización de Flujos en circulación	-
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	29.362.600
Nueva Emisión de Obligaciones	-
Total emisiones	29.362.600
Total emisiones/200% patrimonio	11,49%

Tabla 23: 200% patrimonio (USD)

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso INMOBILIARIA LAVIE S.A., corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados, donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión lineal permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar, dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de INMOBILIARIA LAVIE S.A. así como de todas las empresas ecuatorianas (y mundiales) la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. Sin embargo, el sector en el que INMOBILIARIA LAVIE S.A. se desenvuelve y el buen manejo y prestigio de la empresa han contribuido a que la compañía mantenga sus operaciones con relativa normalidad pero afectada por las restricciones de movilidad implementadas durante el estado de emergencia que atraviesa el país. Por lo tanto, en un

escenario conservador, para el año 2020 se proyecta una disminución de los ingresos respecto de 2019 (21%) y que se reverse durante la vigencia de la presente Emisión con crecimiento del 5%, tomando en cuenta la apertura de nuevos centros y locales comerciales. En lo que respecta al de los costos y gastos operativos, fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico. Esta variable tuvo una tendencia favorable entre 2017 (78,60%) y 2019 (72,44%). Evidentemente esta baja obedece en parte a las condiciones del mercado, pero es indudable que buena parte del descenso señalado corresponde a una adecuada gestión por parte de la compañía. En línea con lo anterior, se proyectan costos y gastos operativos del 75% para el 2020 (79,31% agosto 2020) y 72% para los años siguientes, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el mercado de valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

En lo que respecta al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera con compañías relacionadas tenga una disminución en cuanto a la proporción de las ventas con respecto al 2019, sin embargo, se mantendrá dentro de la proyección sin que se estime un deterioro mayor al histórico debido al giro de negocio es poco probable que los clientes que mantiene la empresa presenten un riesgo, además de las propias políticas de cobro de la compañía. No se estima una inversión mayor en activos fijos a pesar de que la proyección deja una cantidad de efectivo que podría utilizarse para este propósito además de los mecanismos de financiamiento que mantiene el grupo. De producirse dicha utilización, el total del activo podría variar considerablemente tomando en cuenta que los montos de inversión en propiedades son altos. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros se consideran conservadoras frente a la realidad de la compañía. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una participación creciente del apalancamiento con proveedores y con el mercado de valores y con una deuda neta que disminuirá paulatinamente en los años siguientes.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Actual	Actual	Actual	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect
Ingresos de actividades ordinarias	18.826	18.909	20.468	-21%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Costo y gastos operativos	79%	80%	72%	75%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
Cuentas por Pagar (CP)	11%	27%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Cuentas por Pagar (LP)	0%	2%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Tabla 24: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices financieros seleccionados fueron determinados en base al estudio del poder explicativo de cada uno de manera independiente, y en su conjunto, sobre la capacidad financiera de la empresa en análisis. Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados.

ÍNDICES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Actual	Actual	Actual	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	1,58	0,94	0,66	0,50	0,50	0,52	0,70	0,57	0,50	0,56
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	0,53	0,66	0,43	0,48	0,46	0,46	0,36	0,45	0,51	0,47
Pasivos Totales / Activos Totales	0,27	0,27	0,42	0,45	0,44	0,44	0,43	0,43	0,43	0,43
Deuda Financiera / Pasivos Totales	0,77	0,60	0,52	0,37	0,34	0,34	0,36	0,39	0,37	0,40
Deuda LP / Activos Totales	0,08	0,05	0,13	0,07	0,07	0,07	0,12	0,09	0,06	0,09
EBITDA / Gastos Financieros	5,40	12,29	13,92	3,76	3,75	5,48	6,42	4,92	4,99	5,73
Utilidad Operacional / Ventas	0,21	0,22	0,28	0,26	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
Utilidad Neta / Patrimonio	0,01	0,03	0,03	0,01	0,01	0,02	0,03	0,02	0,02	0,03

Tabla 25: Índices financieros reales y proyectados.

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

LIQUIDEZ

INMOBILIARIA LAVIE S.A. mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad en el año 2017, dado bajos niveles de pasivos corrientes, sin embargo, dado el giro de negocio de la compañía la generalidad es mantener un índice de liquidez inferior a la unidad debido a que el fuerte de los activos se concentra en aquellos no corrientes, como fueron en los años 2018 y 2019, sin que estos resultados afecten a la liquidez de la empresa. La proyección da como resultado un índice que ronda el 0,55 fundamentado por su propia actividad. Aun así, la disminución progresiva del total de pasivo y los vencimientos de las emisiones que mantienen vigente hacen que la proporción de pasivos corrientes sobre el total de pasivos baje marginalmente hasta alcanzar el 47% en 2026 (promedio histórico 54%). La empresa, gracias a un adecuado nivel de efectivo disponible, tanto histórico como proyectado, y a los movimientos anotados, presenta una liquidez óptima para hacer frente a sus obligaciones.

De esta manera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía INMOBILIARIA LAVIE S.A. mantiene una liquidez adecuada que le permite hacer frente de manera oportuna a los vencimientos de sus obligaciones, así como a shocks externos bajo un escenario de estrés.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la empresa se encuentra bien capitalizada y todos los indicadores, tanto históricos como proyectados demuestran una tendencia favorable. En efecto, la proporción del activo que es financiada por pasivos pasa del 27% en 2017 a 42% en 2019 con una proyección del 43% al 2026 manteniendo una estabilidad en los años analizados, lo que indica el excelente nivel de capitalización de la compañía. Además, la deuda financiera, es decir aquella con costo va disminuyendo su porcentaje frente al total de pasivos de forma paulatina, pasando del 77% en 2017 a 52% en 2019 con una proyección del 40% el 2026, destacándose así el apalancamiento en crédito de proveedores locales y empresas del Grupo El Rosado. Por su parte, del porcentaje de activos financiados con deuda de largo plazo, índice que incrementa producto de la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones en el 2019. La proyección supone una reducción de este índice alcanzando el 9% consecuente de la ya anotada disminución de la deuda financiera en el financiamiento. Todos los índices de solvencia analizados tienen como corolario una óptima relación EBITDA sobre gastos financieros, índice que denota una cobertura de este tipo de gastos más que suficiente con el EBITDA disponible, situación que se mantiene en todos los años proyectados. Desde el punto de vista de solvencia, la situación de INMOBILIARIA LAVIE S.A. es muy buena.

RENTABILIDAD

INMOBILIARIA LAVIE S.A. es una empresa que se caracteriza por la generación de resultados consistentemente positivos. Los niveles de margen operativo de la compañía se mantuvieron creciente durante el periodo analizado producto de la disminución del porcentaje de los gastos y costos operativos de lo cual la utilidad operacional llegó a niveles del 28% sobre los ingresos en 2019. Se estima que esta se mantendrá en niveles estables durante el periodo de vigencia de la Emisión, cercano al 29% de los ingresos, lo que le permite retener una cantidad suficiente de ingresos para cubrir los gastos ordinarios de la operación. El margen operativo se mantendrá estable en los años proyectados.

Como consecuencia de lo descrito, el rendimiento sobre el patrimonio evolucionó muy favorablemente pasando de un 1% el 2017 a un 3% el 2019. La proyección indica que este rendimiento fluctuará entre el 1% y 3% en el periodo proyectado tomando en cuenta el escenario de estrés que se realiza. Rendimientos de esa naturaleza son favorables para cualquier empresa y constituyen un fiel reflejo de las adecuadas políticas de gestión de la compañía.

INDICADORES PROYECTADOS

Como se mencionó, el análisis del perfil financiero incluye, además de los índices calculados reseñados en párrafos anteriores, el estudio de otros parámetros que permiten dar una visión más global de la capacidad de pago de la empresa.

DEUDA NETA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Interanual	Interanual
Obligaciones con entidades financieras CP	1.024	-	1.200	3.210	1.750	2.300	2.950	2.500	2.600	2.400	-	500
Obligaciones emitidas CP	20.188	19.208	17.783	17.875	16.000	15.250	5.000	16.250	20.250	17.000	14.589	6.047
Obligaciones con entidades financieras LP	-	-	4.750	3.550	7.800	11.000	8.050	5.550	2.950	550	-	5.150
Obligaciones emitidas LP	13.483	8.351	23.601	13.750	9.000	5.000	20.000	15.000	11.000	19.000	28.375	23.625
Efectivo y equivalentes al efectivo	13.485	992	2.083	1.623	238	397	861	1.161	414	603	1.728	(1.048)
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	21.210	26.568	45.252	36.762	34.312	33.153	35.139	38.139	36.386	38.347	41.236	36.370

Tabla 26: Evolución deuda neta (miles USD).

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

La deuda neta de la empresa, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible, tuvo una evolución creciente durante el periodo 2017 – 2019. En 2019 alcanzó su nivel máximo (USD 45,25 millones) empujada por la emisión de nuevos instrumentos en el mercado de valores. De ahí en adelante, se proyecta la renovar la deuda con entidades financieras de corto plazo, además de la adquisición de nuevos préstamos a entidades financieras, mientras que la deuda con el mercado de valores dada la propia amortización se presenta descendiente. La proyección resulta una disminución paulatina de la deuda neta alcanzando los USD 36,76 millones para el 2020 para seguir en vía descendente en el futuro hasta el 2026 donde se proyectó una nueva emisión alcanzando una deuda neta de USD 38,35 millones para el 2026.

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Interanual	Interanual
Deuda Neta	21.210	26.568	45.252	36.762	34.312	33.153	35.139	38.139	36.386	38.347	41.236	36.370
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	(3.546)	13.264	13.459	5.842	8.118	9.246	9.543	9.203	10.095	9.979	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	(1.593)	(4.387)	(12.221)	(9.696)	(9.774)	(10.262)	(10.775)	(11.314)	(12.446)	(13.068)	(11.199)	(11.985)
Años de Pago con EBITDA (APE)	2,1	2,6	3,8	3,5	3,1	2,9	3,0	3,2	2,9	3,0	3,9	4,0
Años de Pago con FLE (APF)	-	2,0	3,4	6,3	4,2	3,6	3,7	4,1	3,6	3,8	-	-
Servicio de Deuda (SD)	-	21.060	17.979	20.136	23.822	19.432	18.505	9.212	20.842	24.481	-	16.506
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	0,49	0,66	0,52	0,47	0,59	0,63	1,29	0,60	0,52	-	0,37

Tabla 27: Evolución de indicadores.

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Los Estados Financieros históricos y proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas durante todos los periodos, aún bajo escenarios estresados. Como se explicó anteriormente, INMOBILIARIA LAVIE S.A. mantiene niveles de deuda altas que se esperan vayan disminuyendo progresivamente. En consecuencia, los años necesarios para su pago con EBITDA y con Flujo Libre de Efectivo se mantienen una reducción constante. El servicio de la deuda que tenía valores de USD 17,98 millones en 2019 con una tendencia decreciente, se presentan superiores en la proyección alcanzando los USD 24,48 millones. La razón de cobertura (utilidades operativas y depreciación sobre el servicio) que siempre se mantuvieron inferior a la unidad dado el alto monto del servicio de la deuda que mantiene la compañía, pero creciente, se proyectan que estas se mantengan estables en el orden del 66% sin afectar la capacidad de la compañía de hacer frente a la deuda adquirida. Finalmente, la compañía mantiene una necesidad operativa de fondos negativa, consecuente con el propio giro de negocio al no mantener inventarios y cuentas por cobrar comerciales no relacionadas y niveles de cuentas por pagar altas.

FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO

Bajo un escenario estresado versus las proyecciones de la compañía, y tomando en cuenta las premisas antes mencionadas, INMOBILIARIA LAVIE S.A. genera un flujo neto de efectivo positivo y holgado cumpliendo todas sus obligaciones financieras y no financieras durante el periodo de vigencia de la presente Emisión de Obligaciones. Para el cierre del 2020 se proyecta un flujo de efectivo de USD 1,62 millones y para el cierre de 2026 de USD 603 mil.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AAA

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
Calificación inicial	AAA	CLASS
jun-19	AAA	CLASS
oct-19	AAA	CLASS
abr-20	AAA	CLASS

Tabla 28: Historial de calificación

Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones INMOBILIARIA LAVIE S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Interanual	Interanual
ACTIVO	167.947	171.776	219.756	230.797	228.931	228.786	229.074	229.291	228.521	228.728	203.053	234.213
ACTIVO CORRIENTE	37.214	28.635	25.941	24.458	23.452	24.001	24.868	25.582	25.262	25.890	32.278	24.952
Efectivo y equivalentes al efectivo	13.485	992	2.083	1.623	238	397	861	1.161	414	603	1.728	(1.048)
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	22.659	19.179	14.042	12.638	13.017	13.408	13.810	14.224	14.651	15.090	16.733	12.164
Anticipos a proveedores	563	2.444	4.299	3.143	3.143	3.143	3.143	3.143	3.143	3.143	5.204	3.143
Activos por impuestos corrientes	263	1.280	5.136	6.672	6.672	6.672	6.672	6.672	6.672	6.672	3.810	6.672
ACTIVO NO CORRIENTE	130.733	143.141	193.815	206.340	205.479	204.784	204.207	203.708	203.259	202.838	170.775	209.261
Propiedades, planta y equipo	6.986	7.578	8.067	8.470	8.894	9.339	9.806	10.296	10.811	11.351	7.676	8.084
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(5.138)	(5.631)	(6.177)	(6.671)	(7.205)	(7.781)	(8.404)	(9.076)	(9.802)	(10.586)	(5.995)	(6.554)
Propiedad de inversión	127.570	139.879	186.602	200.217	200.217	200.217	200.217	200.217	200.217	200.217	167.772	206.410
Inversiones en subsidiarias	1.298	1.298	1.298	1.298	1.298	1.298	1.298	1.298	1.298	1.298	1.298	1.298
PASIVO	44.799	45.729	91.732	103.440	101.056	99.865	99.503	99.697	98.289	97.743	75.922	106.398
PASIVO CORRIENTE	23.532	30.400	39.306	49.170	46.783	46.158	35.335	45.111	50.061	45.855	40.594	54.434
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	1.593	4.015	11.849	9.696	9.774	10.262	10.775	11.314	12.446	13.068	11.199	11.985
Cuentas y documentos por pagar relacionadas CP	480	5.455	6.282	17.404	18.275	17.361	15.625	14.062	13.781	12.403	13.456	34.809
Obligaciones con entidades financieras CP	1.024	-	1.200	3.210	1.750	2.300	2.950	2.500	2.600	2.400	-	500
Obligaciones emitidas CP	20.188	19.208	17.783	17.875	16.000	15.250	5.000	16.250	20.250	17.000	14.589	6.047
PASIVO NO CORRIENTE	21.267	15.329	52.426	54.270	54.273	53.707	64.169	54.586	48.228	51.887	35.329	51.964
Cuentas y documentos por pagar relacionadas LP	-	-	16.891	29.818	30.414	30.719	29.183	27.140	27.411	25.493	-	16.063
Obligaciones con entidades financieras LP	-	-	4.750	3.550	7.800	11.000	8.050	5.500	2.950	550	-	5.150
Obligaciones emitidas LP	13.483	8.351	23.601	13.750	9.000	5.000	20.000	15.000	11.000	19.000	28.375	23.625
Pasivo por impuestos no corrientes	7.784	6.606	6.313	6.778	6.778	6.778	6.778	6.778	6.778	6.778	6.606	6.778
PATRIMONIO NETO	123.148	126.047	128.025	127.357	127.875	128.921	129.571	129.593	130.232	130.985	127.131	127.814
Capital suscrito o asignado	869	869	869	869	869	869	869	869	869	869	869	869
Reserva facultativa, estatutaria y otras	39.020	39.352	40.968	42.764	42.877	43.031	43.273	43.557	43.814	44.109	40.968	42.764
Resultados acumulados por adopción por primera vez NIIF	73.485	73.485	73.485	73.485	73.485	73.485	73.485	73.485	73.485	73.485	82.161	81.456
Ganancias o pérdidas acumuladas	8.676	8.676	8.676	8.676	8.676	8.676	8.676	8.676	8.676	8.676	-	704
Ganancia o pérdida neta del periodo	663	3.231	3.593	1.129	1.534	2.426	2.834	2.573	2.954	3.412	2.699	1.586

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Proyect	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	18.826	18.909	20.468	16.160	16.968	17.816	18.707	19.643	21.607	22.687	13.016	10.777
Costo y gastos operativos	14.798	15.073	14.826	12.120	12.217	12.828	13.469	14.143	15.557	16.335	9.784	8.547
(+) Otros ingresos operacionales	-	289	4	162	170	178	187	196	216	227	-	-
Utilidad operativa	4.028	4.125	5.645	4.202	4.921	5.167	5.425	5.696	6.266	6.579	3.233	2.230
(-) Gastos financieros	(1.888)	(840)	(853)	(2.775)	(2.975)	(2.079)	(1.816)	(2.423)	(2.506)	(2.234)	(523)	(580)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	42	30	2	21	22	23	24	25	28	29	(11)	(64)
Utilidad antes de participación e impuestos	2.182	3.315	4.794	1.447	1.967	3.111	3.633	3.298	3.787	4.375	2.699	1.586
(-) Participación trabajadores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuestos	2.182	3.315	4.794	1.447	1.967	3.111	3.633	3.298	3.787	4.375	2.699	1.586
(-) Gasto por impuesto a la renta	(1.519)	(84)	(1.201)	(318)	(433)	(684)	(799)	(726)	(833)	(962)	-	-
Utilidad neta	663	3.231	3.593	1.129	1.534	2.426	2.834	2.573	2.954	3.412	2.699	1.586
EBITDA	4.028	10.327	11.874	10.430	11.149	11.395	11.654	11.925	12.494	12.808	7.058	6.030

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Flujo Actividades de Operación	(3.546)	13.264	13.459	5.842	8.118	9.246	9.543	9.203	10.095	9.979
Flujo Actividades de Inversión	(1.679)	(18.290)	(51.068)	(19.753)	(6.118)	(6.097)	(6.073)	(6.046)	(6.017)	(5.985)
Flujo Actividades de Financiamiento	18.113	(7.467)	38.700	13.452	(3.384)	(2.991)	(3.006)	(2.856)	(4.825)	(3.806)
Saldo Inicial de Efectivo	597	13.485	992	2.083	1.623	238	397	861	1.161	414
Flujo del período	12.888	(12.493)	1.091	(460)	(1.384)	158	464	301	(747)	189
Saldo Final de efectivo	13.485	992	2.083	1.623	238	397	861	1.161	414	603

La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en junio 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.